

作为内幕交易责任阻却事由的预定 交易计划:问题及其补救*

楼秋然**

摘要:2012年《内幕交易司法解释》第4条的目的在于,缓解内幕交易认定的严格性与高管等进行合理证券交易之间的张力。然而,此项规则在其母国却早已遭受了深刻的批驳:预定交易计划规则漏洞百出,极易成为高管等使用者进行证券欺诈活动的工具,而且也消解了主观故意要件,提升了私人投资者获取救济的难度,严重扭曲了既有证券监管体系。中国未来的证券法应在坚持既有基本法律框架的前提下,对预定交易计划规则存在的问题进行补救。

关键词:预定交易计划 内幕交易 10b5-1 规则 利用与掌握之争 改革建议

一、制度背景与问题的提出

自20世纪90年代初期,上海、深圳证券交易所

* 本文受对外经济贸易大学法学院双一流人才建设工程项目(项目编号:781701)资助。

** 对外经济贸易大学法学院讲师、法学博士。

所相继设立以来,中央政府便十分重视对内幕交易的管控。例如,《股票发行与交易管理暂行条例》第60条和第74条、《禁止证券欺诈行为暂行办法》第3条均针对内幕交易设置了原则性的禁止规定。在随后数十年的时间中,尽管法规多有更替行废,加强对内幕交易打击力度的监管态度却未曾改变。^[1]不过,良法并不会从明晰的管制目的(保护投资者和维持市场诚信)、累积的立法经验中自动生成。现行《证券法》有关内幕交易之行为要件的“冲突”规定即为其著例。《证券法》第73条禁止“利用”内幕消息从事证券交易活动,使内幕交易责任以内幕信息的使用与证券交易存在因果关系为必需;然而,第76条却“无例外地”要求在内幕信息公开前,知情人“不得”买卖证券,又否定了信息利用对责任成立的前提作用。

对此,最高人民法院2011年7月特别印发了《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》(以下简称《纪要》),并在第5条中指出,除非被处罚人举证排除信息利用与证券交易之间的因果关联,其对内幕信息的实际知晓就足以导致责任的“推定”成立。对于冲突的规定,《纪要》第5条虽具表面上的中立性,其实际运作却将偏向实现第76条而非第73条的法效果。其原因在于:回溯性的(retrospective)司法活动所难以避免的“事后偏见”(hind-sight bias),诱使法院更倾向于支持信息的“重大性”、知道信息与信息利用之间的不可避免性。此种运作对于公司高管尤其不利:与公众投资者不同,高管几乎随时都在接触公司的敏感(不一定“重大”)信息;在法律未设有避风港的情况下,其对本公司证券进行的任何交易,都将面临极大的法律风险。如若在董事薪酬主要由现金和少量股权组成的市场环境中,《纪要》第5条的规定还尚无不妥的话;于大部分董事薪酬由股权或股票期权组成、董事或为获取流动性或为进行分散化投资而对本公司证券进行交易的频率和重要性日渐提升的今天,《纪要》第5条便凸显出将“合理的交易纳入禁止的范围”^[2]的过度包含问题。

2012年3月29日,《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件

[1] 参见叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2013年版,第219页。

[2] 彭冰:《中国证券法学》,高等教育出版社2007年版,第385页。

具体应用法律若干问题的解释》(以下简称《内幕交易司法解释》)正式出台,并在第4条特别规定了内幕交易责任的若干阻却事由。其中对公司高管意义最大的,当属该条第2项有关“预定交易计划”的规定。依第2项之规定,只要证券活动遵照“事先”订立的“书面”合同、指令、计划,即便行为人在交易时知晓内幕信息,其责任亦将被阻却。虽然从规则目的来看,预定交易计划作为阻却事由的一种,既可以维持《纪要》第5条对内幕交易的打击力度,又为公司高管的合理交易提供了空间,殊值赞誉;然而从制度设计来看,该条项却可谓漏洞百出:对利用内幕信息/在知晓内幕信息后:(1)设立/更改/终止计划;(2)在计划外实施对冲交易,围绕计划进行信息披露操纵(延缓利好消息/推迟利空消息的公开)是否违法,计划应具体包含何种内容、在多大程度上予以公开披露等问题均无规定。令人惊奇的是,这些问题不仅未能引起监管者的重视,在学术研究中也难觅其迹。

颇具讽刺意味的是,就在借鉴“成熟资本市场国家和地区的做法”的《内幕交易司法解释》^[3]出台之前,作为其重要借鉴对象的美国已经开始了针对预定交易计划的检讨运动。

2000年10月,美国证券交易委员会(SEC)颁布了著名的10b5-1规则。从许多角度观察,该规则与《纪要》第5条、《内幕交易司法解释》第4条高度相似。其一,规则(b)项明确指出,若行为人进行证券买卖时“知道”(Aware)与该证券相关的重大非公开信息,该买卖就已经构成10b-5规则项下以重大非公开信息“为基础”(on the basis of)的内幕交易。这一定义是SEC在法庭诉讼中屡遭败绩之后,为降低证明难度、提升执法效率所采取的行动(容后详述)。可见,在责任认定的严苛性方面,10b-5规则与《纪要》第5条几乎相同。其二,与《内幕交易司法解释》第4条的目的之一致,规则的(c)项设置的阻却事由,同样是为了缓和责任认定的严苛性、保护董事对本公司证券进行的合理交易。其三,规则(c)项所提及的三项阻却事由:行为人在知道重大非

[3] 参见《〈关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释〉的理解与适用》,载中华人民共和国最高人民法院网:<http://www.court.gov.cn/shenpan-xiangqing-4709.html>,2018年8月15日访问。

公开信息“前”已经:(1)签订有约束力的证券买卖“合同”;(2)“指示”他人为自己进行证券买卖;(3)设立书面的证券买卖“计划”,与《内幕交易司法解释》第4条所使用的书面合同、指令和计划字样,具有明显的对应关系。

起初,尽管规则的(b)项受到了不少责难,有关预定交易计划的(c)项仍然获得了包括向市场提供法律确定性在内的赞许。然而,早在2007年,SEC便发现了预定交易计划存在易被滥用、成为内幕交易之防弹衣的问题。时任SEC执法部主任的Thomsen公开表示,将以比往常更具批判性的态度来审查预定交易交易;但在彼时,对滥用预定交易计划进行内幕交易者提起的刑事指控,在数量上并不突出。^[4]

2009年,一篇以预定交易计划为对象的实证研究文献的发表,改变了市场此前对10b5-1规则(c)项之缺陷“有认识”而“不重视”的态度。在这篇论文中,Jagolinzer教授收集的数据表明:(1)依预定交易计划进行的证券买卖普遍“跑赢”市场,取得了异常回报(abnormal return);(2)预定的证券卖出总是发生在价格抬升之后,并伴有价格的系统性回落(systematic decline);(3)预定的证券买入又倾向于发生在价格的上涨之前。^[5]这些发现虽不能直接证明预定交易计划已沦为公司高管进行内幕交易的工具,却足以使人们对预定交易计划作为责任阻却事由的合理性产生巨大怀疑。借助2012年《华尔街时报》刊载的系列文章,这种怀疑更是达到了顶峰。这一系列的评论性文章,往往将当时被揭露的高管利用预定交易计划进行内幕交易、操纵薪酬的轶事证据与Jagolinzer教授的实证分析结合在一起,向人们描述这样一幅

[4] See Stanley Yorsz, *10b5-1 Plans Under Increased Scrutiny*, *Business Law Today*, Vol. 3, 56, 2008.

[5] See Alan D. Jagolinzer, *SEC Rule 10b5-1 And Insiders' Strategic Trading*, *MGT. SCI*, Vol. 55, 224, 228-229, 2009.

画面:贪婪的公司高管正通过漏洞百出的 10b5 - 1 规则(c)项中饱私囊。^[6]除民众的怒不可遏以外,大量的学术评论接踵而至。在学者的眼中,预定交易计划规则存在两种不同类型的缺陷。(1)由于未设置配套的信息披露义务,允许高管依内幕信息终止计划,高管得以一定之运算法则设定证券交易价格和数量,未考虑高管进行信息披露操纵等问题,预定交易计划会被高管利用进行欺诈性的证券交易。(2)阻却事由的排他式规定,与 10b5 - 1(b)规则中的知道标准相结合,会产生将“主观故意”(scienter)排除出内幕交易之构成要件的效果;而这种效果的产生,超越了 SEC 的法定职权,应导致预定交易计划规则的无效。

由上述发生在美国的检讨运动引发的问题是,既然重要的被借鉴对象已经对预定交易计划规则产生了众多质疑、不满,《内幕交易司法解释》第 4 条为什么仍然,且以一种更为粗糙的方式引入了该规则?可能的解释有:(1)尽管检讨运动如火如荼,但无论是 SEC 或是美国国会都没有采取修法的行动;这种“不作为”可能误导了中国的规则制定者,使后者认为问题或者是被夸大了,或者仅仅是个例。(2)与保护公司高管的合理证券交易、有效利用激励薪酬降低代理成本的制度收益相比,预定交易计划规则的成本不大且可控。然而,本文接下去的论述会表明:问题既不是个例也没有被夸大;漏洞未被填补的预定交易计划规则的成本大得可怕。若此,以美国法(法学)的现状为基础,对预定交易计划规则的漏洞予以审视,并结合特殊的中国法背景提出相应的改革方略,就具有十分重大的理论与实践意义。

因此,本文接下去的内容将分为四节:首先,本文运用两节的篇幅,详述现行美国证券法下预定交易计划规则存在的问题;其次,本文会梳理、总结美国学者提出的改革建议;最后,本文将针对中国证券法的特

[6] See Susan Pulliam, Robert Barry, *Dark Markets: Executives' Good Luck In Trading Own Stock*, Wall Street Journal, Nov. 28, 2012, at A1; also Rob Barry, Susan Pulliam, Jean Eaglesham, *Big Sales By Big Lots Brass - Executives' Stock Moves Netted \$23 Million Ahead Of Bad News In April*, Wall Street Journal, Dec. 12, 2012, at C1; also Jean Eaglesham, Rob Barry, *Trading Plans Under Fire - Despite 2007 Warning, Expert Say Loopholes Remain for Corporate Insiders*, Wall Street Journal, Dec. 14, 2012, at C1.

殊情况,提出适合的本土化方略。

二、漏洞百出的预定交易计划规则

与高管薪酬几乎全部由现金构成的过去不同,如今股权和股票期权在高管薪酬中的比例正在日益提升。薪酬组成的实质性转变,固然有坚实的理论和实证基础,^[7]却也为高管进行欺诈行为提供了动机。在这些欺诈行为中,21世纪初爆发的安然事件,使高管利用模糊且不统一的会计准则虚增利润(掩盖亏损)成为人们最熟悉的一种。^[8]倒签薪酬授予日期(backdating),则是另一种相当普遍的、以薪酬操纵为目的的高管欺诈行为:由于薪酬包中股权的基准价格、股票期权的行权价格,(依规定)应等于薪酬授予当天公司股票的市场价格,为求最大化薪酬价值,高管不会如实填写日期,而会将日期回溯至市场价格较低甚至最低的一天。据美国学者统计,2000~2004年,上市公司平均因倒签损失4亿美元,每一公司的高管平均每年渔利超过50万美元。^[9]当然,尽管进行这些欺诈行为的利润高得吓人,它们明显的违法性还是让高管们对法律风险有所顾虑。利用预定交易计划进行薪酬操纵,显然是一个更好的选择:(1)从法效果来看,适格的预定交易计划,可以阻却法律责任的成立、正当化高管的可疑交易;(2)而从制度设计来看,预定交易计划规则漏洞百出,似乎是在引诱高管对之加以利用。在法效果尚属妥当时(为高管合理交易留有空间),若不希望会计欺诈、倒签等薪酬操纵及其非法利润遁入阻却事由的保护之中,对预定交易计划规则的漏洞进行全面的梳理是十分必要的。从美国法的现状来

[7] See generally Michael C. Jensen, William H. Meckling, *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, J. Fin. Econ. Vol. 3, 305, 1976.

[8] 关于安然事件,参见 Marleen A. O' Connor, *The Enron Board: The Perils of Groupthink*, U. Cin. L. Rev., Vol. 71, 1233-1234, 2003.

[9] See M. P. Narayanan et al., *The Economic Impact of Backdating of Executive Stock Options*, Mich. L. Rev., Vol. 105, 1638, 2007.

看,该规则至少存在以下重大漏洞:

(一) 匮乏的信息披露

针对 1933 年证券法特别强调信息披露的特征,前任 SEC 主席、联邦最高法院法官道格拉斯评论道,“仅仅是对细节进行披露这一项要求,就足以限制和阻止越界、欺诈交易的发生”。^[10] 学者们的一致认识则是,美国证券法的基本哲学在于,一个拥有充足信息的市场,可以自行纠正市场中原本存在的恶行(abuse)。^[11] 然而令人惊奇的是,纵观现有的证券法规,仅有 Form 4、Schedule 13D 和 Form 144 这三项规则牵涉到预定交易计划的信息披露问题;而且,依这些规则下进行的信息披露是十分匮乏的。(1)根据 Form 4,董事、高级职员、持有 10% 以上任一类别的权益证券(equity security)的受益所有人(beneficial owner)应在完成对本公司证券的买卖后的两个工作日内,以电子形式向 SEC 备案;但是,Form 4 并未强制上述人员就买卖是否依据一项预定交易计划、(若是,)计划的具体内容进行披露。^[12] (2)Schedule 13D 要求直接或间接持有 5% 以上任一类别的权益证券者,披露任何有关或会导致本公司证券的额外收购或者出售的“计划”。^[13] 尽管这一规则可以强制预定交易计划的披露,但其一方面同样不涉及计划具体内容的公开,另一方面还由于证券持有比例的门槛在适用主体上有所局限。(3)在 Form 144 项下,与证券发行人存在隶属关系者,虽应披露预定交易计划的设定日期,但不涉及计划的具体内容,且仅发生在 3 个月内“卖出”超过 5000 股或 5 万美元价值的股票之时。^[14] 可见,有关预定交易计划的信息披露至少存在以下缺陷:由于披露义务不涉及交易计

[10] See William O. Douglas, George E. Bates, *The Federal Securities Act of 1933*, Yale. L. J., Vol. 43, 172, 1933.

[11] See James D. Cox, Thomas Lee Hazen, *Corporations*, Second Edition, Aspen Publishers, 2003, p. 727.

[12] See Allan Horwich, *The Origin, Application, Validity, and Potential Misuse of Rule 10b5-1*, *The Business Lawyer*, Vol. 62, 929-931, 2007.

[13] See Allan Horwich, *The Origin, Application, Validity, and Potential Misuse of Rule 10b5-1*, *The Business Lawyer*, Vol. 62, 931-933, 2007.

[14] See Allan Horwich, *The Legality of Opportunistically Timing of Public Company Disclosures in The Context of SEC Rule 10b5-1*, *The Business Lawyer*, Vol. 71, 1135 & Note. 97, 2016.

划的详细内容(条款),高管是否以及在多大程度上严格执行了交易计划,便完全脱离了市场的正常(非危机)监督;本就匮乏的信息披露还面临着“义务主体”和“滞后披露”的双重局限。至于缺乏信息披露的可能后果则相当明确:信息不对称的存在为高管操纵预定交易计划留下了空间,使得投资者无法将诚实的高管从欺诈者中辨识出来,最终导致一个“柠檬市场”的生成。^[15]

(二) 有隙可乘的设立、修改与终止规定

第一,为了防止可能发生的内幕交易,10b5-1 规则禁止高管等使用者在知晓重大非公开信息的同时设立预定交易计划;并要求高管等使用者以善意的方式使用预定交易计划,而不得将其用作规避证券法立法精神(反欺诈)的工具。此项针对计划设立的规定,看似从形式与实际两个维度为内幕交易设置了安全阀,实则难当重任。一方面,有关“善意”和“立法精神”的司法解读和适用是极为模糊的;另一方面,由于缺乏必要的信息披露,投资者/监管者/法院往往只有在丑闻被揭露之后,才会了解到计划的实际设立日期、详细内容;而此时距离计划设立、内幕交易发生一般已有数月甚至数年之久,对于高管等使用者在当时是否知道内幕信息、出于善意等问题,已经很难做出可靠的判断。

第二,同样是为了防止可能的内幕交易,10b5-1 规则要求高管等使用者或者授权他人进行证券交易且不在嗣后进行干预,或者在计划中载明进行交易的确切日期、价格和数量,或者包含书面的、可以确定进行交易的确切日期、价格和数量的公示、运算法则或是电脑程序。其中尤以有关“公示、运算法则或是电脑程序”的规定的漏洞为大。例如,知道内幕信息的高管,在预计公司股价最多上涨 10% 的同时,可以设置如下交易计划:(设立日一周后)当公司股价为现价的 110% 时,卖出 1 万股。此时,尽管高管貌似放弃了对具体交易的嗣后控制,其却已然通过对运算法则的设计实现了对内幕信息的利用。

第三,虽然 10b5-1 规则要求高管等使用者放弃对交易计划的嗣后干预,却允许使用者“随时”进行计划的修改或者终止。(1) 尽管修改后的交易计划将被视为一项全新的计划,从而重新适用设立时不知

[15] 参见彭冰:《中国证券法学》,高等教育出版社 2007 年版,第 8~9 页。

道内幕信息、善意对待计划、不规避立法精神的规定,并成为质疑此前进行的预定交易之善意的有力证据;然而,无须对修改进行披露、通过修改避免不利交易发生等诱惑的存在,仍然为高管等使用者进行内幕交易提供了空间和动机。(2)相较于计划的修改,10b5-1规则对终止行为的容忍度更高。作为10b5-1规则之制定者的SEC指出,使用者在知道内幕信息的情况下对预定交易计划进行终止的,“不”构成内幕交易;其原因在于:当交易计划被终止时,并无1934年证券交易法第10(b)条项下的“买卖”(sale or purchase)发生。^[16]这种形式化的解读看似颇为符合“买卖”的文义,却与反欺诈的证券法精神有所悖逆:当高管等使用者以内幕信息为基础,终止对其不利的预定交易套取利润时,其就已经罔顾了自己对信息来源所负担的信义义务,亦即不挪用(公司)信息(财产)以自肥;而这也正是当下内幕交易责任得以证成的理论基石。^[17]当使用者通过连续终止时限极短的预定交易计划,暗度陈仓地完成不符合买卖文义的内幕交易时,上述解读缺陷的严重性将更为突出。当然,这种连续多次终止可以构成计划并非依善意设立的证据,由于(1)中提及的问题的存在,其实际价值恐怕十分有限。

(三) 难以遏制的信息披露操纵行为

在2000年之前,除明目张胆地进行内幕交易之外,高管主要通过倒签薪酬授予日期的方法进行薪酬操纵。而在预定交易计划规则出台之后,这一目的则开始更多地通过对信息披露时机的控制得以实现。这种针对信息披露时机进行的控制体现为两种类型,即“弹簧加载”(spring loading)和“子弹躲避”(bullet dodging)。所谓的弹簧加载是指,董事等公司高管故意将公司利好消息的释放,推迟至其买入本公司证券的(预定)交易完成之后,并从因利好消息而抬升的股价中获利。至于子弹躲避则指向相反方向的交易活动,亦即董事等公司高管故意将公司利空消息的释放,推迟至其卖出本公司证券的(预定)交易完成之后,从而避免原本因股价下跌而应承受的损失。与倒签所具有的非

[16] See Brandon C. Parris, *Rule 10b 5 - 1 Plans: Staying out of Trouble*, Business Law Today, Vol. 17, 25, 2008.

[17] See *United States v. O'Hagan*, 521 U. S. 642, 652 (1997).

法性不同,对信息披露时机的控制在当下的美国法体系中是完全合法的。倒签的非法性在于:高管对外披露的薪酬授予日期并非真实的、而是倒签的日期,从而构成了为证券法明文禁止的虚假陈述。对信息披露时机之控制的合法性则在于,董事等高管对信息披露时机所享有的自由裁量权:在 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 案中,美国联邦最高法院指出,除非 SEC 或者交易所对信息披露的时机有所要求,否则何时披露何种信息属于董事“商事判断”的范畴;^[18]至于目前已经提出准时披露要求的法规,则根本无法适用于弹簧加载或子弹躲避的情境之中。^[19]此种控制信息披露时机的合法性,极大地便利于董事等高管依托预定交易计划进行内幕交易:即便董事在设立预定交易计划时不知道内幕信息、甚或无意于进行内幕交易,他也可以在日后根据计划既定的交易日期,控制利好(利空)信息的披露,从而实现与直接进行内幕交易相当的结果。

综上所述,由于缺乏必要的信息披露、有关设立、修改和终止计划的规定皆有缺陷、未能考虑操纵信息披露时机的权力滥用的实际存在,表面设计精致的预定交易计划规则其实是漏洞百出的。

三、扭曲既有法律体系的预定交易计划规则

在发布最终版本的 10b5 - 1 规则时,SEC 曾作出过以下解释,即 10b5 - 1 规则的采纳仅仅是为了解决疑云重重的“利用与掌握之争”(Use v. Possession),而不会对有关内幕交易认定的其他监管体系造成影响。^[20]然而在事实上,作为责任阻却事由的预定交易计划规则,产生了大量的溢出效应,严重地扭曲了既有的内幕交易法律体系。

[18] See SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833, 850 n. 12 (2d Cir. 1968).

[19] See Allan Horwich, *The Legality of Opportunistically Timing of Public Company Disclosures in the Context of SEC Rule 10b5 - 1*, *The Business Lawyer*, Vol. 71, 1120 - 1121, 2016.

[20] See Selective Disclosure and Insider Trading, Exchange Act Release Nos. 33 - 7881, 34 - 43154, IC - 24599, 65 Fed. Reg. 51727 (Aug. 24, 2000).

(一)“主观故意”要件的消解

在 10b5 - 1 规则之前,规制内幕交易的法规主要有二:(1)1934 年证券交易法第 10(b) 条以极其宽泛的语言,禁止任何证券欺诈行为。沿袭既有的普通法路径,法院要求证券欺诈行为的认定应以“主观故意”,亦即对错误行为的明知或故意为必要。^[21] (2)自第 10(b) 条中衍生而出的,是 SEC 采纳的 10b - 5 规则。依其规定,任何“以重大非公开信息为基础”的证券交易,都应当承担第 10(b) 条项下的责任。然而,何谓以重大非公开信息为基础?至少在 1978 年之前,包括 SEC 在内的绝大多数,都更倾向于将其定义为对重大非公开信息的实际“利用”。^[22]其原因至明:只有真正利用内幕信息进行买卖者,方具备第 10(b) 条所要求的“主观故意”。

但是在 1978 年之后,SEC 转而开始主张知悉自己所掌握的内幕信息者所从事的证券买卖,就应被认定为内幕交易,并得到了 1993 年的 SEC v. Teicher 案的支持。在该案中,联邦第二巡回上诉法院指出,相较于“利用”,知悉掌握标准 (knowing possession) 一方面更符合围绕“公开或戒绝”规则 (disclosure or abstain) 展开的司法脉络;另一方面则更能实现维持证券法之弹性、合理降低内幕交易之举证难度等公共政策。^[23]然而,让 SEC 备感失望的是,知悉掌握标准在随后的司法实践中逐渐式微。

在 1998 年的 SEC v. Adler 案中,联邦第十一巡回上诉法院:(1)引述了联邦最高法院在 Dirks v. SEC 案的表述,即“有意识的”和“故意的”错误的行为的存在,是构成第 10(b) 条项下之责任的必要条件,至于交易的“动机”也“绝非”与欺诈故意的认定无关;(2)梳理并引证了众多有关内幕交易的先例中,对“利用”内幕消息的语句的强调与使用;(3)列举了大量由低级别法院做出的,由于存在证据证明未利用内幕信息而免除责任的判决;(4)推翻了 SEC 主张的知悉掌握标准,再次将

[21] See Aaron v. SEC, 446 U. S. 680 (1980); Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U. S. 185 (1976).

[22] See Carol B. Swanson, *Insider Trading Madness: Rule 10b5 - 1 and the Death of Scienter*, U. Kan. L. Rev., Vol. 52, 181 - 182, 2003.

[23] See United States v. Teicher, 987 F. 2d 112 (2d Cir. 1993).

主观恶意同利用联系在一起。^[24] 在随后的 *United States v. Smith* 案中,联邦第九巡回上诉法院一方面支持了 *Adler* 案的判决,另一方面也提出了更深层次的反对:知悉掌握标准会将责任延伸至不涉及真正欺诈的案件中,导致严格责任。^[25] 值得注意的是,在 *Smith* 案后,SEC 曾向联邦最高法院申请了调卷令,但为后者所拒绝。^[26]

有鉴于知悉掌握标准在司法适用中的破产,SEC 不得不动用立法权限通过了 10b5 - 1 规则(b)项。依该条项,当行为人在进行证券买卖时“知道”与该证券相关的内幕信息时,该买卖便符合“以重大非公开信息为基础”的要求,应被认定为内幕交易。SEC 就此做出的说明是,这一定义不过反映了以下常识性观念:内幕信息的知情人在进行相关证券的交易时,总是“不可避免地”(inevitable)利用内幕信息。^[27]

从“知悉掌握”(知道)与“利用”标准截然不同的内涵中,我们可能会产生一种错觉,即 10b5 - 1 规则(b)项彻底改变了既有的监管实践。事实却是,知悉掌握与利用标准(至少在真实的司法适用中)的对立并不十分突出。其原因在于:尽管 *Adler* 案强调了利用的重要性,但却“也”允许通过知悉掌握来“推定”行为人利用了内幕信息。^[28] 但是,因为(c)项中预定交易计划规则的存在,两者的差别就得到了完全的凸显:将与预定交易计划视为众多阻却事由之一种的“利用”(Adler 案)不同,SEC 在通过 10b5 - 1 规则时特别强调,预定交易计划是一项“排他性”(exclusive)的避风港规则。^[29] 这种排他性的定位与 10b5 - 1 规则(b)项的结合,将对主观故意要件产生极大的消解效应:(1)由于从对信息的“知道”中可以“不可避免地”推导出对信息的“利用”,许多未曾利用重大非公开信息、全无欺诈之故意的交易,都将被认定为

[24] See *SEC v. Adler*, 137 F. 3d 1325 (11th Cir. 1998).

[25] See *United States v. Smith*, 155 F. 3d 1051, at 1068 (9th Cir. 1998).

[26] See Carol B. Swanson, *Insider Trading Madness: Rule 10b5 - 1 and the Death of Scienter*, U. Kan. L. Rev., Vol. 52, 190, 2003.

[27] See *Selective Disclosure And Insider Trading*, Exchange Act Release Nos. 33 - 7881, 34 - 43154, IC - 24599, 65 Fed. Reg. 51727 (Aug. 24, 2000).

[28] See *SEC v. Adler*, 137 F. 3d 1325 (11th Cir. 1998).

[29] See *Selective Disclosure And Insider Trading*, Exchange Act Release Nos. 33 - 7881, 34 - 43154, IC - 24599, 65 Fed. Reg. 51727 (Aug. 24, 2000).

内幕交易、承担第 10(b) 条项下的法律责任;(2) 阻却事由的排他性定位意味着,除非交易人事先设立了预定交易计划,否则其不得也不可能以任何理由阻却内幕交易责任的成立。主观故意要件的消解,至少会在如下语境中产生过度包含的问题:知道公司重大非公开信息的执行董事,即便是为了支付子女学费、或偿还即将到期的按揭贷款而抛售公司股份(并无欺诈其他投资者之意图),也需承担第 10(b) 条项下的法律责任。

(二) 私人投资者获取救济的难度提升

10b5 - 1 规则导致的主观故意要件的消解,似乎可以令人得出如下结论:相较于“利用”,证明行为人“知道”重大非公开信息,显然是一个较轻的负担;而证明负担的减轻,则应该可以相应地降低(因内幕交易受损的)私人投资者获得救济的难度。但极为讽刺的是,由于预定交易计划规则的存在,私人投资者获得救济的难度,在事实上不是降低、反而是提升了。

为遏制集团诉讼中常见的滥诉(frivolous)现象,美国国会在 1995 年特别通过了《私人证券诉讼改革法》(PSLRA);^[30] PSLRA 在 1934 年证券交易法中新增了颇具争议的第 21D 条。依第 21D 条的规定,任何因证券欺诈行为受有损失的私人投资者若欲获取救济,应当在法院决定是否拒绝受理的阶段(dismiss stage),提供“具体事实”(particularized facts)以令法院能对欺诈之主观故意的存在产生“强度推断”(strong inference)。^[31] 这一有关证券诉讼的证明标准一经推出,几乎全部的法院都认为:尽管第 21D 条并没有改变“主观故意”要件的实体法内容,却大幅度地提升了原告投资者提出证券欺诈诉讼的难度。^[32] 值得注意的是,PSLRA 提出的涉及“具体事实”和“强度推断”的证明标准,并没有对有关内幕交易的诉讼产生过分的窒碍。其原因在于:私人原告

[30] Pub. L. No. 104 - 167, 109 Stat. 737.

[31] See Section 21D(b) (2) of the Exchange Act, 15 U. S. C. § 78u - 4 (b) (2) (2000).

[32] See Michael H. Dessent, *Joe Six - Pack, United States v. O' Hagan, and Private Securities Litigation Reform: A Line Must Be Drawn*, Ariz. L. Rev., Vol. 40, 1155 (1998).

可以在公开市场中获取:(1)高管等进行了证券交易;(2)交易为高管等带来了异常回报;(3)交易与重大信息公开的时间具有敏感性等“具体事实”;且这些具体事实,已经足以使法院在决定是否拒绝受理的阶段对主观故意的存在产生“强度推断”。

然而,在预定交易计划规则出台之后,这一法律图景被彻底改变。而全新的法律图景则将这样展开:(1)私人原告仍向法院提供上文提及的、其在公开市场中获取的具体事实;(2)此时,公司高管等被告可以向法院举证证明,被质疑的证券交易其实依据的是一项预定交易计划;(3)由于依预定交易计划进行的证券买卖不属于内幕交易,法院便不得基于原告提供的具体事实,产生欺诈之主观故意存在的强度推断;(4)相反,法院应要求原告提供进一步的具体事实,以使法院能够强度推断被告在设立预定交易计划时已经知道内幕信息,或被告并非依善意设立预定交易计划,或预定交易计划的设立乃是为了规避证券法反对欺诈的立法精神;(5)由于法院在决定是否拒绝受理的诉讼阶段仅能考虑“众所周知的事实”(generally known facts)、“公开记录”(public records)以及原告在起诉书下附加的证据材料,^[33]加之在这一阶段原告无权要求进行证据开示、应证成之事项的极难证明性,原告几无可能完成此项举证负担。

由此可见,在 PSLRA 和第 21D 条的内容未曾改变的情况下,仅仅因为预定交易计划规则的出现,因内幕交易受有损失的私人投资者通过诉讼获取救济的难度被大大提升了。私人投资者胜诉可能性的降低,自然会相应地最小化其在事前(Ex Ante)提起诉讼的动力。当作为公共执法之重要补充的私人诉讼不再活跃时,原本就十分紧张的执法资源便将面临更大的张力。这种张力的一种可能后果是,较以往更多的内幕交易无法得到应有的惩罚。

[33] See Jane Trueper, *10b5 - 1 Plan: Further Obscuring the “Smoking Gun” and Proposals for Changes*, U. Pa. J. Bus. L., Vol. 16, 959 - 960, 2014.

四、改革建议及其检讨

(一) 增强预定交易计划的披露负担

考虑到通过信息披露实现市场自我纠偏的证券法基本哲学、缺乏必要的信息披露所可能导致的不良后果,美国各界都在要求增强使用预定交易计划者的披露负担。例如,机构投资者委员会(Council of Institutional Investors)——著名的养老基金同业工会,就敦促 SEC 修改规则以实现有关预定交易计划之设立、修改和终止的“即时”(immediately)披露,并由董事会承担未即时披露的直接责任;^[34]主流的学界观点则是要求,设置披露预定交易计划的详细内容的强制性规则,以便于 SEC 和公众投资者就公司高管等是否遵守交易计划进行监督。^[35]这种以增强披露负担为内容的建议,确实得到了 SEC 的回应:SEC 曾试图通过修改 8-K 文件,向董事等公司高管施加披露预定交易计划及其设立、修改和终止的义务;对于违反披露义务者,预定交易计划的责任阻却功能将被褫夺。^[36]可惜的是,这一努力最终未能转化为有约束力的法律规则。重要的问题在于,信息披露是否确能在预定交易计划规则的语境下,发挥遏制证券欺诈行为的预期功能?答案恐怕是:能,但并非万能。其原因在于:

第一,尽管一直以来,国会和 SEC 都更偏向于通过对信息披露的强调,来实现对有关董事薪酬的恶劣行径的控制;然而并无证据表明,要求信息披露的严厉程度的上升能够相应地导致薪酬滥用的减少。绝大多数的公众投资者不会逐一地阅读信息披露文件,并且也无法有效

[34] See Craig M. Scheer, *Rule 10b5-1 Trading Plans in the Current Environment: the Importance of Doing It Right*, Business Law Today, Vol. 17, 3, 2013.

[35] See Taylan Mavruk, H. Nejat Seyhuna, *Do SEC's 10b5-1 Safe Harbor Rules Need to be Rewritten?*, Colum. Bus. L. Rev., Vol. 1, 137, 2016.

[36] See Allan Horwich, *The Legality of Opportunistically Timing of Public Company Disclosures in the Context of SEC Rule 10b5-1*, The Business Lawyer, Vol. 71, 1133-1134, 2016.

地消化文件中所披露的信息。即便是机构投资者也往往抱怨于上市公司信息披露的晦涩难懂。正因如此,我们也不可能指望仅仅通过加强信息披露,就使投资者对预定交易计划的细节有足够的了解。尤其是当预定交易计划的内容包括决定证券交易时间、数量和价格的“公式”、“运算法则”和“电脑程序”的复杂内容时,信息披露与公众认知能力之间的张力也会更加凸显。^[37]

第二,若无雷厉风行的市场执法,信息披露规则难以自我实现。以前文提及的“倒签”这一薪酬操纵手段为例:虽然在《萨班斯—奥克斯利法》(SOX)颁布之后,SEC便修改规则要求应在薪酬授予之后的“两日内”进行披露;^[38]但是由于缺乏有力的市场执法,这一规则完全是被无视了。根据美国学者的实证研究,在SOX颁布之前,真实授予日与披露授予日之间的间隔在“129”到“224”天不等;即使是在SOX颁布之后,平均间隔仍高达“170”天之久。^[39]

由此可见,尽管信息披露确实可以发挥不小的市场纠偏功能,然而由于市场有限的信息消化能力、若无有效执法便难以自我实现等问题的存在,将补救预定交易计划规则的全部希望,寄托在增强信息披露负担之上的想法是不切实际的。

(二)对预定交易计划的设立、修改与终止的限制

除去增强信息披露负担的呼吁之外,美国各界还提出了许多有关限制预定交易计划之设立、修改与终止的建议,以期实现对10b5-1规则的漏洞弥补。在这些建议之中,较具代表性的有:

第一,对预定交易计划设立后的首次交易提出时限要求。现在,许多美国律师都建议自己的客户将首次预定交易发生的时间,设置在计

[37] See generally S. Burcu Avci, Cindy A. Schipani, H. Nejat Seyhun, *Ending Executive Manipulation of Incentive Compensation*, J. Corp. L., Vol. 42, 306, 2016.

[38] See SEC, *Ownership Reports and Trading by Officers, Directors and Principal Security Holders*, Release No. 34-46421, Sec. II. B (Aug. 27, 2002), <http://www.sec.gov/rules/final/34-46421.htm>, accessed Aug. 16th, 2018.

[39] See M. P. Narayanan, H. Nejat Seyhun, *Do Managers Influence Their Pay? Evidence from Stock Price Reversals around Executive Option Grants*, at 24 (Ross Sch. of Bus., Working Paper No. 927, Jan. 2005), available at <http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstractid=649804>, accessed Aug. 16th, 2018.

划设立至少“30日”后,以最小化交易受到诉讼挑战的可能性。^[40]而学术评论则提出了从6个月到12月不等的更为严厉的要求,并认为应将这一“等待期”延伸适用至修改后的交易计划之上。对首次预定交易进行时限限制的理性在于:由于(内幕)信息具有极强的时效性,首次预定交易与交易计划设立之间的间隔越长,使用者通过内幕信息谋利的可行性便越低。然而,这一建议的缺陷却也相当明显:一方面,这种有关时限(等待期)的要求,仍然不会遏制对信息披露时机的操纵(详见上文);另一方面,也会降低预定交易计划向高管等使用者提供流动性的能力。对于后者,可能存在这样的回应,即高管等使用者在需要流动性时仍然可以在计划之外实施证券交易。但是,如果考虑计划外交易将面对“知悉掌握”标准和阻却事由的排他性的话,这种存在高度法律风险的交易,是否是一个值得高管等考虑的替代选择似乎存疑。

第二,要求废止10b5-1规则对使用公式、运算法则和电脑程序的许可。^[41]这一废止建议的实质是要求,高管等使用者在设立预定交易计划时即设定未来发生交易之精确的日期、所涉证券的数量和价格。一种示范做法是,甲公司董事乙定位在每年的4月1日,以100.88元每股的价格,出售31600份普通股。这一建议的好处在于:通过对公式、运算法则和电脑程序等的使用废止,预定交易计划规则可以杜绝将内幕消息体现在前者之中的滥用行为,从而确保使用者对预定交易计划无法进行嗣后干预。但是,这种“一刀切”的路径显然存在过度包含的问题:部分情形下,高管等设置的公式、运算法则和电脑程序可能并不建基于内幕消息。例如,甲公司董事乙决定,在接下去的五年中,若其女儿学费高于10万元,则在每年8月31日以市场价卖出足以筹集超额学费的最小股份数。结合法律行为中的“条件”在实现私法自治中的重要作用,^[42]“一刀切”地废止建议似乎也存在不妥之处。

第三,受限于SEC关于终止计划并不构成证券买卖的解读,美国

[40] See Brandon C. Parris, *Rule 10b5 - 1 Plans: Staying out of Trouble*, Business Law Today, Vol. 17, 23 2008.

[41] See Taylan Mavruk, H. Nejat Seyhuna, *Do SEC's 10b5 - 1 Safe Harbor Rules Need to be Rewritten?*, Colum. Bus. L. Rev., 2016, 136 - 137, 2016.

[42] 参见朱庆育:《民法总论》,北京大学出版社2013年版,第122~130页。

学者针对基于内幕信息进行的计划终止行为,主要提出了如下改革建议:(1)要求高管等使用者唯有在内幕信息被公开后,方能终止计划。^[43] 此项建议直击要害且易于在诉讼中加以证明,^[44] 殊值赞誉。(2)禁止高管等使用者在预定交易计划设立的“6个月”或“1年”,甚或整个预定交易计划期间内终止计划。^[45] 该建议具有与前文提及的首次交易的时限要件相同的缺陷,此处不赘。

第四,以 Adler 案规则取代现有的 10b5-1 规则。如前所述,所谓的 Adler 案规则由如下两大部分组成:一方面,若行为人知悉其所掌握的内幕信息,而仍进行与该信息相关之证券的买卖,法院即可“推定”该买卖为内幕交易;另一方面,行为人得举证证明该买卖“并未利用”内幕信息,即可推翻上述推定。该规则与 10b5-1 规则之间最大的不同在于:其去除了附着在预定交易计划规则之上的“排他性”。责任阻却事由的去排他性,在美国学者看来至少具有以下优势:(1)防止在道德上无辜的买卖被界定为内幕交易。除去前文已经提及的事例外,内幕交易的错误定性还会发生在如下语境中:甲公司董事乙在不掌握内幕信息且无意进行内幕交易(善意)的情况下设立了以 10 元每股陆续售出股票的交易计划;后,尽管乙知悉掌握了重大利好(内幕)信息(股价将涨至 50 元),其仍然执行了前三次预定出售交易;但,乙最终无法抵御暴利的诱惑,终止了原应进行的后三次出售交易;法院以该终止违反 10b5-1 规则的善意要件为由,褫夺了预定交易计划的整体效力;此时,由于不存在其他阻却事由、确实知悉掌握内幕信息,乙进行的并无欺诈意图的前三次出售,亦将被定性为内幕交易。^[46] (2)更符合 1934 年证券法第 10(b)条的立法目的。联邦最高法院在 1980 年的 *Chiarella v. United States* 案中即已申明,第 10(b)条可被恰当地描述为一项“兜

[43] See Jesse M. Fried, *Insider Abstention*, Yale. L. J., Vol. 113, 491, 2003.

[44] 详见本文第三节的第二部分,此处不赘。

[45] See Peter J. Henning, *The Fine Line Between Legal, and Illegal, Insider Trading*, N. Y. Times, Dec. 10, 2012; Sougata Mukherjee, *The Dangerous Game Corporate Executives Are Playing*, Triangle Bus. J., Dec. 11, 2012.

[46] See John P. Anderson, *Anticipating A Sea Change for Insider Trading Law: from Trading Plan Crisis to Rational Reform*, Utah. L. Rev., Vol. 2, 382, 2015.

底条款”,但是兜入网中的仅是那些欺诈行为。^[47] 相较于由知悉掌握中“推定”的故意,对内幕信息的利用本身才更能说明行为人的主观故意、更能协调立法原意与法条之适用、执行之间的关系。

五、中国证券法的未来:坚持与改变

(一) 应有的坚持

尽管《内幕交易司法解释》借鉴 10b5 - 1 规则,在第 4 条中将预定交易计划设置为得阻却内幕交易责任的事由;然而,与 10b5 - 1 规则相比,《内幕交易司法解释》第 4 条存在两项实质不同:(1)除第(二)项的预定交易计划之外,《内幕交易司法解释》第 4 条还安排了具有兜底性质的第 4 项,使证券、期货交易人得以存在“其他正当理由或者正当信息来源”来阻却责任的成立。如此一来,与 10b5 - 1 规则不同,预定交易计划在中国证券法下就不再是排他性的责任阻却事由。(2)与 10b5 - 1 规则下严苛的“知道”(知悉掌握)标准不同,预定交易计划规则的中国证券法背景,是一种与 Adler 案规则实质相同的法律框架。亦即法院虽然会从当事人对内幕信息的“知悉”中推定内幕交易的成立,但未利用内幕信息的反证可以推翻此项推定(《纪要》第 5 条)。以美国预定交易计划规则的现状(缺陷与改革建议)为启示,中国证券法应当继续坚持上述两项不同。除前文提及的防止对无辜交易的过度包含、协调与贯彻证券法的立法精神之外,此种坚持还至少具有如下重大优势:

第一,化解其他配套改革措施的缺陷。针对美国学者提出的就预定交易计划之设立与终止设置(从 30 天到 1 年不等的)“等待期”的改革建议,本文曾指出该建议的以下缺陷:等待期会大幅削减预定交易计划原本可为高管等使用者提供的流动性,违背了预定交易计划规则设立的初衷;尽管高管等仍然可以在计划外进行证券交易,但由于“知道”标准的严苛性以及阻却事由的排他性,此种交易势必面对极大的

[47] See *Chiarella v. United States*, 445 U. S. 222, 235 - 236 (1980).

法律风险(无辜交易承担法律责任)。但是,只要坚持《纪要》第5条与《内幕交易司法解释》第4条构成的法律框架,上述改革建议就可以在保留其对内幕交易的遏制作用的同时,实现预定交易计划规则的立法目的。其原因在于:一方面,等待期可以“最小化”高管等使用者以预定交易计划为幌子进行不正当交易的“可行性”和“动机”;另一方面,对于亟需流动性的使用者,其仍可在计划外进行交易并以“其他正当理由或者正当信息来源”来阻却责任成立、降低法律风险。

第二,有助于维持对内幕交易的打击力度。根据“利用”标准,内幕交易责任的成立以证明内幕信息与证券交易之间存在“因果关联”(causal connection)为必要。而这种因果关联的证明,又往往会牵涉到极难证明的、属于交易者私人信息的动机问题。^[48]值得注意的是,依最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》第109条的规定:“当事人对欺诈……的证明……人民法院确信……能够排除合理怀疑的,应当认定该事实存在。”如此一来,如果在我国法语境下将利用标准推向极致,无论是私人投资者(侵权救济)或是监管机关(行政、刑事追责)还需就排除交易者的“其他正当理由或者正当信息来源”承担更高的证明负担。相反,在知悉掌握(知道)的推定规则之下,由交易者负担有关“动机”“其他正当理由或者正当信息来源”的证明责任,显然更能(在防止无辜交易承担责任的基础上)合理的分配举证负担。由此导致的私人投资者与监管机关举证负担的下降,可以更好地激励私人诉讼和公共执法,从而维持对内幕交易的必要的打击力度。

除去应当坚持由《内幕交易司法解释》第4条和《纪要》第5条构成的基本法律框架之外,至少在可预见的范围内,中国证券法还应当坚持不对证券诉讼的原告提出与PSLRA相同严苛的初期证明责任。其原因在于:与美国所面临的滥诉猖獗的境遇不同,在当下的中国,我们所需要关注的不是滥诉,而是证券欺诈类诉讼的数量偏低问题。

(二)应有的改变

虽然在基本的法律框架上,中国证券法较10b5-1规则为优;但

[48] See SEC v. Adler, 137 F. 3d 1325, 1337 (11th Cir. 1998).

是,在预定交易计划规则的具体制度上,则更为粗糙、漏洞也就自然更多。以美国各界具有代表性的改革建议及其检讨为基础,本文认为,《内幕交易司法解释》第4条下的预定交易计划规则应做以下改变(完善):

第一,约束通过控制信息披露时机滥用预定交易计划。如前文所述,在既有的美国证券法下,诸如弹簧加载和子弹躲避这样的控制信息披露时机的行为是完全合法的。尽管评论者们乃至 SEC 都在深刻地质疑这种合法性,有效的改革建议却难觅其迹。例如, Anabtawi 教授就曾主张通过将弹簧加载定性为“折价期权”(discount option)的方式来否定其合法性;^[49]但这项主张一方面仅适用于薪酬授予的语境,另一方面也过于迂回。本文认为一种可能的方案是:在所掌握的内幕信息被公开之前,即使预订交易计划在此前已经设立,高管等使用者仍应当主动停止按计划本应进行的交易。这一方案的优势在于:在有效约束滥用有关信息披露自由裁量权的同时,并没有锁定高管等使用者的流动性(仍可进行计划外交易,只是风险有所提升)。

第二,增强预定交易计划的披露负担。应从以下三个方面入手:(1)有关预定交易计划的披露不仅应包括计划的设立日期、计划的详细条款内容,还应当披露每一笔依计划进行的交易的具体细节;(2)当计划发生修改或者终止情事时,应由计划使用者公开披露理由、并就修改或者终止是否与内幕信息相关做出说明与承诺(说谎会导致虚假陈述责任的产生);(3)对于未能遵守披露义务的预定交易计划,直接取消其责任阻却的法律效果。

第三,修补预定交易计划中有关设立、修改和终止的漏洞。(1)由于现实世界中确实存在并不反映内幕信息的“公式、运算法则和电脑程序”,美国学者提出的“一刀切”的禁止建议不足为取。中国未来的证券法,应当继续允许预定交易计划使用公式、运算法则和电脑程序,以决定交易的具体日期、数量和价格;但是,应当要求使用者使用简洁语言说明其并不反映内幕信息的原因,并做出相关承诺。(2)由于高管等使用者极易利用所掌握的内幕信息,通过计划的设立、修改和终止

[49] See Iman Anabtawi, Secret Compensation, N. C. L. Rev., Vol. 82, 843-844, 2004.

谋利:①中国未来的证券法应当就设立后的首次交易设置(3个月或者6个月)的等待期;且,该等待期应当在计划被修改之后重新起算。②在公开披露其所掌握的内幕信息之前,高管等使用者不得终止预定交易计划。上述两项规则不会影响使用者获得流动性的原因,在本节第一部分已有说明,此处不赘。

最后需要特别说明的是,这一部分提及的针对现有预定交易计划规则的制度建设建议,不仅在相互之间,也和前述应当坚持的基本法律框架是一个完整的有机体。在未来提出的任何新的改革建议,都应当注意与基本框架以及其他组成部分之间的互动关系。

(编辑:胡睿超)